

## 打造“服务+生活”大型旅游集团

### 投资要点

- 事件:**日前,我们来到公司总部参加了公司股东大会并与高管就公司业务现状和未来发展情况进行了交流。
- 证监会已受理定增预案:**公司去年12月发布定增预案,拟以5.51元/股的价格定增3亿股,募资16.53亿。定增对象华信恒源以现金认购全部股票,募资用于三个项目:一是偿还银行贷款,二是张家界华天城酒店配套设施建设项目建设,三是补充酒店业务营运资金。3月下旬证监会已受理。
- 定增一石多鸟:**定增如实施,将对公司带来多重正面影响:1)资产负债率将大大降低(14年底公司资产负债率80.3%),财务状况、盈利能力及现金流量将发生较大改善;2)战投华信恒源将有权提名两名非独立董事候选人、两名监事候选人,向董事会推荐常务副总经理一名、副总一名;3)华信恒源持有公司29.44%股份,与第一大股东华天集团(32.48%)只相差3%,有利于公司引入更加灵活的市场机制,进一步完善公司治理结构。
- 酒店是主业:**酒店服务业务、房地产业务和资产运营业务是公司主业。主营收入主要来自酒店、餐饮娱乐和房地产销售收入等。未来公司将积极探索传统行业与互联网的有效结合,把公司打造成为一家综合类的“服务+生活”大型旅游集团。同时,在合适的条件下,公司也不排除进入政策支持、发展前景良好,能给公司带来稳定收益的新型行业的可能。
- 未来侧重托管,轻资产运营是方向:**目前公司自营和托管酒店已涵盖湖南各州市,并向武汉、北京、长春、深圳等地辐射。未来公司将坚持“自营+托管”两条腿走路,但会侧重托管酒店的发展。
- 地产业务今年去库存有望好于去年。**目前公司在建或待建的房地产项目有:张家界华天城、灰汤华天城、益阳城市广场、永州华天城、娄底华天城、邵阳华天城、北京金方大厦及攸县华天城。公司将加快项目建设及去库存进度,预计今年去库存要好于去年,各项目力争在2-3年内完成建设及销售。
- 估值与评级:**我们预测公司2015-17年EPS分别为0.06元、0.08元和0.11元。首次覆盖,给予“增持”评级。
- 风险提示:**市场竞争风险、政策风险、转型风险及食品安全风险等。

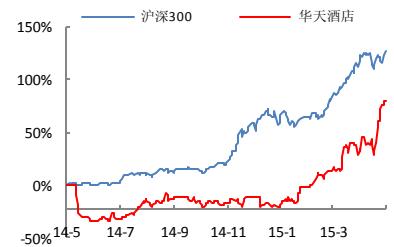
指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1514.37	1749.10	1915.27	2030.18
增长率	-14.97%	15.50%	9.50%	6.00%
归属母公司净利润(百万元)	-98.84	40.00	60.39	81.52
增长率	-182.88%	140.47%	50.98%	34.98%
每股收益EPS(元)	-0.14	0.06	0.08	0.11
净资产收益率ROE	-5.28%	2.02%	3.00%	3.88%
PE	-94.56	233.65	154.76	114.65
PB	5.14	4.96	4.83	4.65

数据来源: Wind 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 潘红敏  
执业证号: S1250511110001  
电话: 010-57631226  
邮箱: phm@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	7.19
流通A股(亿股)	7.19
52周内股价区间(元)	4.67-13.56
总市值(亿元)	93.46
总资产(亿元)	92.46
每股净资产(元)	2.08

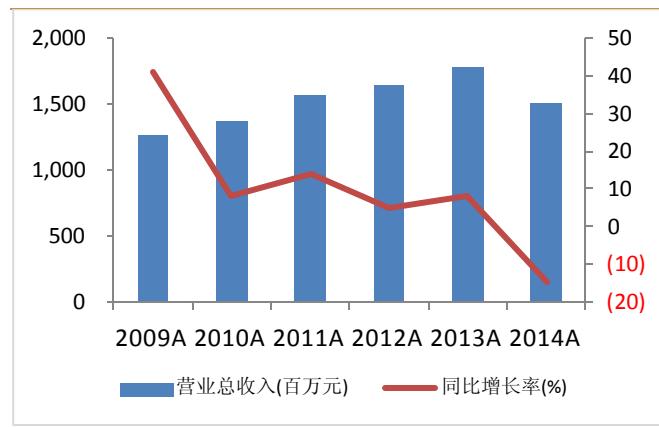
### 相关研究

## 一、公司所处高档酒店业待重振

酒店服务业务、房地产业和资产运营业务是公司的主业，公司主营收入来自于酒店、餐饮娱乐及房地产业务等。受制于高档酒店行业持续低迷的影响，公司近年业绩不理想。今年一季度实现营业收入 2.63 亿元，同比下降 39.51%；实现归属上市公司股东净利为 -4879.38 万元，同比下降 28.03%。这也是公司继去年业绩首次出现亏损后，业绩再度下滑。2014 年年报显示，公司全年实现营业收入 15.14 亿元，同比下降 14.97%；净利润亏损 9884.15 万元，同比下降 184.62%。

公司表示，未来将积极探索传统行业与互联网的有效结合，把公司打造成为一家综合类的“服务+生活”大型旅游集团。同时，在合适的条件下，公司也不排除进入政策支持、发展前景良好，能给公司带来稳定收益的新型行业的可能。

图 1：2009-2014 年华天酒店营业收入与同比增长率



数据来源：wind 西南证券

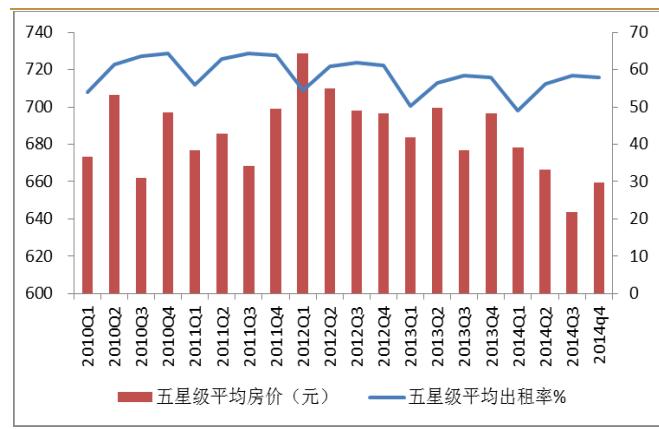
图 2：2009-2014 年华天酒店净利润与同比增长率

图 2：2009-2014 年华天酒店净利润与同比增长率



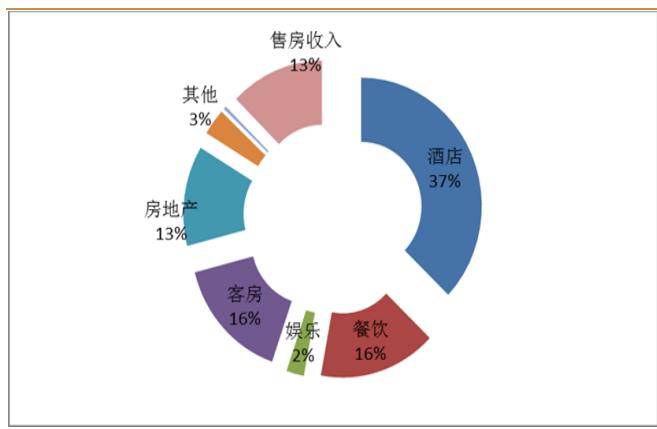
数据来源：wind 西南证券

图 3：2010Q1-2014Q4 五星级酒店房价（元）及出租率（%）



数据来源：wind 西南证券

图 4：2014 年公司主营业务构成占比



数据来源：wind 西南证券

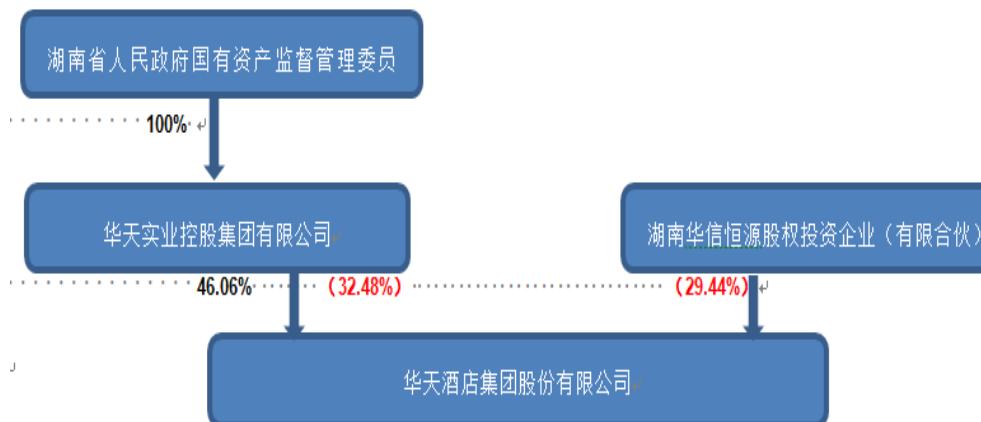
## 二、定增稳步推进中 证监会已受理

2014年12月，公司发布定增修正案，拟以5.51元/股的价格定增3亿股，募资16.53亿。定增发行对象为湖南华信恒源股权投资企业（有限合伙），发行对象全部以现金认购此次发行的股票。定增募资用于三个项目：一是偿还银行贷款，二是张家界华天城酒店配套设施建设项目，三是补充酒店业务营运资金。

此次定增完成后，将为公司带来多方面的正面积极影响：1)公司总资产及净资产规模将显著增加，资产负债率将大大降低，财务状况、盈利能力及现金流量将发生较大改善；2)战投华信恒源将有权提名两名非独立董事候选人、两名监事候选人，有权向华天酒店董事会推荐常务副总经理一名、副总一名；3)公司股权结构将进一步实现多元化，华信恒源将持有华天酒店29.44%股份，成为公司第二大股东，与第一大股东华天集团（32.48%）只相差3%，有利于公司引入更加灵活的市场机制，并进一步完善公司治理结构。

此次定增方案2015年2月10日已收到湖南省国资委批复，并获得2015年第一次临时股东大会通过。2015年3月23日公司收到中国证监会的受理通知。目前相关工作正在稳步推进中。

图5：公司股权结构（红色为定增实施后）



数据来源：公司公告 西南证券

## 三、酒店运营：侧重托管 进军中档酒店

目前公司自营和托管酒店已涵盖湖南各地州市，并向武汉、北京、长春、深圳等全国各地辐射。

对于未来轻、重资产的发展比例，公司称坚持“自营+托管”两条腿走路的连锁发展方向，但未来会侧重于托管酒店的发展，通过品牌输出、加盟、委托管理等手段，加大托管酒店的力度和数量，并在条件合适的情况下，积极向一、二线城市和旅游热点地区渗透，通过并购方式布局高端酒店，并以此为据点辐射周边地区。

2013年公司开始的“售后回租”资产运营模式受到二级市场热捧。目前，公司自有酒店物业近百万平米，资产运营的总体原则是选择资产增值幅度较大的酒店来开展，资产运营未来的模式将是多种多样的，可以是整体运营，也可以是部分运营等等。

公司资产运营业务并非单纯的资产出售，而是通过资产结构调整，将公司大量的固化资产进行适当的资产运作转换为运营效率高、流动性好的资产，资产运营内涵为通过资产的收购、投资、出售、租赁等方式获得资产的增值收益及资产盘活带来的资金价值，以此促进酒店主业的发展。

目前，公司正在对紫东阁华天进行整体出售，并进行品牌特许经营，此种方式也属于资产运营的一种方式，也是公司资产运营的一种新的尝试。

另外，公司今年拟推出中档酒店“华天精选”，经营模式以托管为主，争取在2015年托管3-4家；另外，对公司自有的，以客房经营为主的，餐饮面积不大的酒店进行改造，将公司中档酒店的管理及服务标准体系融入其中，打造示范店、旗舰店，正在改造中的如湘君华天等。

#### 四、房地产业务：今年去库存有望好于去年

目前公司在建或待建的房地产项目有：张家界华天城、灰汤华天城、益阳城市广场、永州华天城、娄底华天城、邵阳华天城、北京金方大厦及攸县华天城。

目前，公司正全面推进各项目的达产达效，加快项目建设及去库存进度，预计今年去库存要好于去年，各项目力争在2-3年内完成建设及销售。

表1：华天酒店在建或待建的房地产项目及进展

	项目名称	进展
1	张家界华天城项目	商场、商业街、公寓一期已全部竣工，商场、商业街已部分招租，住宅、公寓已销售达80%。
2	灰汤温泉酒店	已开业3年，占地300亩，建筑面积17万多平方米；一期低密度住宅项目已完工并实现部分销售；灰汤华天城项目二期已签订委托合作开发合同，项目待建设。
3	益阳银城华天项目二期	包括两栋商业、住宅综合体，目前已主体竣工，住宅、商业正进入全面销售阶段。
4	邵阳华天城项目二期	商业旅游地产委托合作开发正在洽谈中，相关的征地、前期的立项工作已完成。
5	永州华天城项目	立项及规划工作已完成，地产项目已采用委托合作开发模式进行开发。
6	娄底华天城地产项目	正在前期筹划中。
7	北京金方大厦	相关的债务重组及资产解封已完成90%以上，相关装修改造工作以及房产销售的有关证照正在进行中。
8	攸县华天城项目	已完成公司注册，目前正在与意向合作方就合作开发等相关事宜展开洽谈。

数据来源：公司公告 西南证券

#### 五、关于国企改革

公司控股股东华天集团作为湖南省国资委下属企业，被列为湖南省首批混合所有制改革的试点企业。公司作为华天集团旗下上市公司，且处于全竞争性行业，本身亦有向混合所有制方向改革，引入更为灵活的市场机制的需求。在此背景下，公司推出了非公开发行股票方案，引入战略投资者，顺应混合所有制改革的要求。

## 六、盈利预测与投资建议

我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.06 元、0.08 元和 0.11 元，但是考虑到公司业绩具有一定的弹性，给予“增持”评级。

## 七、风险提示

- 1、市场竞争风险。
- 2、政策风险。
- 3、转型风险。公司在转变经营模式或向新兴行业转型过程中，可能遇到一定阻力。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1514.37	1749.10	1915.27	2030.18	净利润	-95.97	38.07	58.05	77.97
营业成本	739.58	843.07	919.33	964.34	折旧与摊销	283.90	589.90	589.90	589.90
营业税金及附加	86.54	99.87	112.23	121.81	财务费用	127.44	68.07	30.40	16.28
销售费用	29.52	33.23	37.35	39.79	资产减值损失	12.20	0.00	0.00	0.00
管理费用	633.47	696.14	781.43	832.38	经营营运资本变动	-34.05	61.86	-17.60	-6.24
财务费用	127.44	68.07	30.40	16.28	其他	-177.86	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	12.20	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	115.65	757.90	660.76	677.91
投资收益	-0.04	0.00	0.00	0.00	资本支出	-825.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	45.93	1.49	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-779.60	1.49	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>-114.41</b>	<b>8.72</b>	<b>34.52</b>	<b>55.59</b>	短期借款	184.00	-768.19	-355.81	0.00
其他非经营损益	23.77	39.48	39.90	44.50	长期借款	581.78	300.00	300.00	300.00
<b>利润总额</b>	<b>-90.64</b>	<b>48.20</b>	<b>74.43</b>	<b>100.10</b>	股权融资	0.02	16.30	0.00	0.00
所得税	5.33	10.12	16.37	22.12	支付股利	-12.22	10.13	-4.10	-6.19
<b>净利润</b>	<b>-95.97</b>	<b>38.07</b>	<b>58.05</b>	<b>77.97</b>	其他	-20.25	-448.64	-30.40	-16.28
少数股东损益	2.88	-1.93	-2.34	-3.54	筹资活动现金流净额	733.33	-890.40	-90.32	277.54
归属母公司股东净利润	-98.84	40.00	60.39	81.52	<b>现金流量净额</b>	69.37	-131.00	570.44	955.44
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E					
货币资金	305.91	174.91	745.35	1700.79	<b>财务分析指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
应收和预付款项	484.49	513.80	564.03	606.24	<b>成长能力</b>				
存货	2251.16	2566.17	2798.30	2935.30	销售收入增长率	-14.97%	15.50%	9.50%	6.00%
其他流动资产	14.78	15.35	16.81	17.82	营业利润增长率	-161.12%	107.62%	295.99%	61.03%
长期股权投资	7.37	7.37	7.37	7.37	净利润增长率	-186.20%	139.67%	52.48%	34.31%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-49.86%	124.53%	-1.78%	1.06%
固定资产和在建工程	5258.33	4762.57	4266.80	3771.04	<b>获利能力</b>				
无形资产和开发支出	506.60	448.84	391.07	333.31	毛利率	51.16%	51.80%	52.00%	52.50%
其他非流动资产	402.12	365.75	329.38	293.01	三费率	52.20%	45.59%	44.34%	43.76%
<b>资产总计</b>	<b>9230.77</b>	<b>8854.76</b>	<b>9119.12</b>	<b>9664.88</b>	净利率	-6.34%	2.18%	3.03%	3.84%
短期借款	1324.00	555.81	200.00	200.00	ROE	-5.28%	2.02%	3.00%	3.88%
应付和预收款项	1170.60	1364.73	1473.17	1554.03	ROA	1.38%	-1.04%	0.43%	0.64%
长期借款	1987.76	2287.76	2587.76	2887.76	ROIC	0.27%	1.21%	1.14%	1.42%
其他负债	2930.41	2763.95	2921.73	3014.85	EBITDA/销售收入	19.61%	38.12%	34.19%	32.60%
<b>负债合计</b>	<b>7412.77</b>	<b>6972.25</b>	<b>7182.66</b>	<b>7656.64</b>	<b>营运能力</b>				
股本	718.93	1018.93	1018.93	1018.93	总资产周转率	0.18	0.19	0.21	0.22
资本公积	116.72	-166.98	-166.98	-166.98	固定资产周转率	0.43	0.51	0.65	0.83
留存收益	704.98	755.11	811.40	886.73	应收账款周转率	19.49	21.24	21.34	20.88
归属母公司股东权益	1540.62	1607.05	1663.35	1738.67	存货周转率	0.35	0.35	0.34	0.34
少数股东权益	277.38	275.45	273.11	269.57	销售商品提供劳务现金营业收入	87.16%	—	—	—
<b>股东权益合计</b>	<b>1818.00</b>	<b>1882.50</b>	<b>1936.46</b>	<b>2008.24</b>	<b>资本结构</b>				
负债和股东权益合计	9230.77	8854.76	9119.12	9664.88	资产负债率	80.31%	78.74%	78.76%	79.22%
					带息债务/总负债	44.68%	40.78%	38.81%	40.33%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	流动比率	0.69	0.89	1.15	1.40
EBITDA	296.92	666.68	654.83	661.77	速动比率	0.18	0.19	0.37	0.62
PE	-94.56	233.65	154.76	114.65	股利支付率	-12.36%	-25.32%	6.79%	7.59%
PB	5.14	4.96	4.83	4.65	<b>每股指标</b>				
PS	6.17	5.34	4.88	4.60	每股收益	-0.14	0.06	0.08	0.11
EV/EBITDA	42.75	23.81	23.29	22.05	每股净资产	2.53	2.62	2.69	2.79
股息率	0.13%	—	0.04%	0.07%	每股经营现金	0.16	1.05	0.92	0.94
					每股股利	0.02	-0.01	0.01	0.01

数据来源: Wind 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

### 北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

### 重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

## 西南证券机构销售团队

### 北京地区

王亚楠	蒋诗烽 (地区销售总监)	刘娟 (地区销售总监)
010-57631295	021-50755210	0755-83288793
13716334008	18621310081	18665815531
wangyanan@swsc.com.cn	jsf@swsc.com.cn	liuj@swsc.com.cn
陆铂锡	罗月江	张婷
010-57631175	021-50755210	0755-88286971
13520109430	13632421656	13530267171
lbx@swsc.com.cn	lyj@swsc.com.cn	zhangt@swsc.com.cn
曾毅		罗聪
010-57631077		0755-88286972
15810333856		15219509150
zengyi@swsc.com.cn		luoc@swsc.com.cn

### 上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)
021-50755210
18621310081
jsf@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟 (地区销售总监)
0755-83288793
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-88286971
13530267171
zhangt@swsc.com.cn
罗聪
0755-88286972
15219509150
luoc@swsc.com.cn